

中国电力国际发展有限公司投资价值分析

石宁

指导教师 王志强 教授

厦门大学

学校编码: 10384

学号: 17920061151563



分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

UDC\_\_\_\_\_

廈門大學

硕 士 学 位 论 文

中国电力国际发展有限公司投资价值分析

An Analysis on the Investment Value  
of China Power International Development Limited

石 宁

指导教师姓名: 王志强 教授

专 业 名 称: 工商管理 (MBA)

论文提交时间: 2009 年 4 月

论文答辩日期: 2009 年 月

学位授予日期: 2009 年 月

答辩委员会主席\_\_\_\_\_

评 阅 人\_\_\_\_\_

2009 年 4 月

厦门大学博士论文摘要库

## 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为( )课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，  
于        年        月        日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人：

年        月        日

## 摘要

“价值投资理论之父”本杰明·格雷厄姆坚信：股票市场的价格波动带有很强的投机色彩（一个喜怒无常的“市场先生”），但是长期看来必将回归基本价值（即公司资产和营利能力的实际价值）。2008 年世界首富巴菲特，既是价值投资理念的忠实信奉者，也是最伟大的实践者。股神巴菲特认为：“格雷厄姆的思想，从现在起直到 100 年后，将会永远成为理性投资的基石。”

秉承价值投资理念。在本文中，作者选定中国电力（2380.HK）作为分析对象，希望能利用 MBA 学习期间掌握的相关知识，通过对公司基本面、行业发展现状与趋势、企业发展战略和历史财务绩效的分析，务求尽量准确的预测公司未来绩效。在此基础上，对中国电力的未来企业经营绩效及加权平均资本成本进行了估算。最后综合运用公司价值分析评估理论和模型，并结合敏感性分析计算得出中国电力股票的合理价格为 2.02 港元左右。与评估日（2009 年 3 月 31 日）的股票市场价格比较，中国电力的股票价值被低估，建议投资者：买入。

**关键词：**估值；经营绩效；敏感性分析

厦门大学博硕士论文摘要库

## Abstract

Benjamin Graham, "Father of the theory on value investment" firmly believes that: the stock market price fluctuations with a strong speculative (a moody's "Mr. Market"), but it seems bound to return to long-term fundamental values (that is, the company's assets and the real value of profitability). Buffett world's richest in 2008, is not only a loyal believer in the concept, but also the greatest practitioner. Warren Buffett said: "Graham's ideas, from now until 100 years later, it will always be the cornerstone of a rational investment."

The theory on value investment is accepted widely. In this article, the author selects China Power (2380.HK) target for analysis. Hope to apply the knowledge learned during the MBA studying. After the analysis on the company's fundamentals, industry status, trends of development, enterprise development strategy and historical financial performance, we will try our best to predict the business performance of the company in the next future. On this basis, we calculate the future business performance of China Power, and the WACC is estimated. Finally, after using company value theory and models, and the sensitivity analysis, we can have the shares of China Power for a reasonable price of about 2.02 Hong Kong Dollar. Compared with the price on the assessment date (March 31, 2009), the value of the stock of China Power has been underestimated, it is recommended to buy.

**Key Words:** Valuation; Business Performance; Sensitivity Analysis

厦门大学博硕士论文摘要库



## 目 录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 前 言 .....                 | 1  |
| 第一章 中国电力基本面分析 .....       | 3  |
| 第一节 中国电力简介 .....          | 3  |
| 第二节 中国电力控股母公司简介 .....     | 4  |
| 第三节 公司定位和发展目标 .....       | 5  |
| 第四节 中国电力的发展现状 .....       | 5  |
| 第二章 我国发电行业发展现状和趋势 .....   | 9  |
| 第一节 我国发电行业市场发展状况 .....    | 9  |
| 第二节 火电行业发展中存在的主要问题 .....  | 14 |
| 第三节 中国发电行业的发展趋势 .....     | 18 |
| 第三章 中国电力 SWOT 分析 .....    | 22 |
| 第一节 优势分析 .....            | 22 |
| 第二节 劣势分析 .....            | 23 |
| 第三节 机会分析 .....            | 24 |
| 第四节 威胁分析 .....            | 26 |
| 第四章 中国电力财务分析 .....        | 28 |
| 第一节 财务比率分析 .....          | 28 |
| 第二节 结构分析 .....            | 30 |
| 第三节 因素分析 .....            | 33 |
| 第五章 中国电力估值分析过程 .....      | 37 |
| 第一节 公司价值评估模型的选择 .....     | 37 |
| 第二节 中国经济和发电行业的发展预测 .....  | 40 |
| 第三节 主要指标的预测 .....         | 42 |
| 第四节 中国电力加权平均资本成本估计 .....  | 49 |
| 第六章 中国电力价值评估结果和投资建议 ..... | 51 |
| 第一节 自由现金流量折现法估值 .....     | 51 |

第二节 市净率法估值.....52

第三节 估值方法误差提示.....53

第四节 投资建议.....54

参考文献..... 55

后 记.....56

附 录..... 57

厦门大学博硕士论文摘要库

## Contents

|  |           |
|--|-----------|
| <b>Preface .....</b>   | <b>1</b>  |
| <b>Chapter 1 China Power general situation analysis .....</b>  | <b>3</b>  |
| Section 1 Brief introduction to China Power .....  | 3         |
| Section 2 Brief introduction to China Power's holding company .....  | 4         |
| Section 3 Company positioning and development goals .....  | 5         |
| Section 4 China Power's development status .....   | 5         |
| <b>Chapter 2 The development status and trends of the power<br/>                generation industry in China .....</b> | <b>9</b>  |
| Section 1 The market development of the power generation industry in<br>China .....                                    | 9         |
| Section 2 Main problems during the development of thermal power industry<br>.....                                      | 14        |
| Section 3 The development trend of the power generation industry in China<br>.....                                     | 18        |
| <b>Chapter 3 SWOT analysis on China Power .....</b>  | <b>22</b> |
| Section 1 Strength analysis .....  | 22        |
| Section 2 Weakness analysis .....  | 23        |
| Section 3 Opportunity analysis .....   | 24        |
| Section 4 Threat analysis .....  | 26        |
| <b>Chapter 4 Financial analysis to China Power .....</b>   | <b>28</b> |
| Section 1 Financial ratio analysis .....   | 28        |
| Section 2 Construction analysis .....  | 30        |
| Section 3 Factor analysis .....  | 33        |
| <b>Chapter 5 The process of the analysis and valuation on China<br/>                Power .....</b>                    | <b>37</b> |
| Section 1 Selection of China Power valuation model .....   | 37        |
| Section 2 Prediction on economy and power generation industry of China<br>.....  | 40        |
| Section 3 Prediction on main indicators .....  | 42        |

|                |  |    |
|----------------|--|----|
| Section 4      | Prediction on WACC of China Power.....                           | 49 |
| Chapter 6      | The result of the analysis and valuation on China<br>Power ..... | 51 |
| Section 1      | FCFF valuation.....  | 51 |
| Section 2      | P/B valuation.....   | 52 |
| Section 3      | The prompt on valuation deviation .....                          | 53 |
| Section 4      | Investment advice .....  | 54 |
| Main reference | .....  | 55 |
| Postscript     | .....  | 56 |
| Appendixes     | .....  | 57 |

## 前 言

### 一、选题背景和意义

波澜壮阔的证券市场，永远不缺的是风云变幻。怎样的投资者更有可能在追逐财富的证券市场获得成功？

证券市场中，一方面，无数根本没有什么科学投资理念的浮躁投资者，在股价潮起潮落中迷失方向、身心俱疲、大量财富得而复失；另一方面，一些理性投资者，在资本市场稳扎稳打，透过重重迷雾，精打细算企业内在价值，通过与股票市场价格比较，不断验证和调整自己的价值投资理念，逐渐积累起巨额财富。

孟子曰：“有恒产者有恒心。”意思是：有一定财产收入的人，才能有一定的道德行为观念。如我们所见，经历了股市起伏，在证券市场里，正是那些有一定价值投资理念的投资者，更有可能取得成功，获得一定的财产收入。如果把“心”解释成价值投资理念，这正是：“有恒心者有恒产。”

价值投资是理性的回归，是基于对企业内在价值的判定。那什么是企业内在价值？该如何评估？评估结果又将如何指导投资决策？面对目前相对低弥的市场行情，价值洼地在哪？个股价值是否被低估？什么价位才是合理的投资区间？

随着内地投资者视野不断扩大，素质逐步提升，越来越多投资者把目光投向沪深股市以外的香港证券市场。香港作为小型开放自由经济体，拥有全方位金融服务和高度严格规范的监管法律，有利于保护广大中小投资者权益。而且，香港股市的上市公司中，很多都有内地背景，主营业务在内地，即没有语言上障碍，也没有过多会计制度上的障碍，对其跟踪分析能比较透彻。

本文拟选择中国电力（2380.HK）作为分析对象，运用公司价值分析评估理论和模型，通过对公司基本面、行业发展现状与趋势、企业发展战略和历史财务绩效的分析，预测公司未来绩效，并采用公司自由现金流量折现法和市净率法来评估中国电力内在价值，给出投资建议。

### 二、文章的内容结构安排

第一章 通过对中国电力的历史、现状等基本面分析，以期对企业基本情况有一个初步了解。

第二章 介绍中国电力所处发电行业（尤其是火电行业）的发展现状、分析行业发展中存在的问题，探讨火电行业未来发展趋势。

第三章 结合中国电力的自身状况和行业背景，运用 SWOT 分析方法，探讨中国电力的优势、劣势、机会和威胁，促进对中国电力发展战略的认识。

第四章 对中国电力进行财务比率、结构、因素分析，全面认识中国电力财务状况。

第五章 结合中国电力实际，选定适当的估值方法，并对中国电力的未来发展业绩进行全面预测，为下一步价值评估提供依据。

第六章 采用现金流量折现法和市净率法进行估值，估算中国电力合理价格区间，提示估值方法存在误差，并根据估值结果给出对中国电力的投资建议。

## 第一章 中国电力基本面分析

### 第一节 中国电力简介

中国电力的全称为中国电力国际发展有限公司。2004年3月24日，根据香港法例第32章《公司条例》在香港注册成立，是中华人民共和国五家全国性的发电集团之一中国电力投资集团公司（中电投集团）的旗舰公司。中国电力于2004年10月15日在香港联合交易所有限公司主板上市，股份代号（2380.HK）。

中国电力的直接投资控股公司于1994年在香港注册成立的中国电力国际有限公司（简称中电国际），拥有56.02%的股份，具有绝对控股地位。中国电力投资集团公司（简称中电投集团）全资拥有中电国际，并通过中电国际而最终控股中国电力。

表 1-1 中国电力各时期股权结构表

|               | 2004 年    | 2005 年    | 2006 年    | 2007 年    | 2008 年    |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 中电国际(千股)      | 1,996,368 | 1,996,368 | 1,761,143 | 1,996,761 | 2,019,863 |
| 中电国际占总股本比例(%) | 63.68     | 63.68     | 55.38     | 55.38     | 56.02     |
| 公众人士(千股)      | 1,201,332 | 1,201,332 | 1,761,143 | 1,608,802 | 1,585,748 |
| 公众人士占总股本比例(%) | 38.32     | 38.32     | 55.38     | 44.62     | 43.98     |
| 总股本(千股)       | 3,135,000 | 3,135,000 | 3,180,106 | 3,605,563 | 3,605,611 |

数据来源：中国电力 2004—2008 年年度报告数据整理。

中国电力主要业务是在中国开发、建设、拥有、经营和管理大型发电厂及从事投资控股，其绝大部分资产、负债及资本开支均位于中国或于中国使用。截止2008年12月31日，中国电力合计权益装机容量为9037兆瓦。

中国电力拥有及经营的发电厂包括：安徽平圩电厂（100%所有权）、安徽平圩二厂（100%所有权）、河南姚孟电厂（100%所有权）、河南姚孟二厂（100%所有权）、山西神头一厂（100%所有权）、湖北黄冈大别山电厂（93%所有权）及江苏常熟电厂（50%所有权）<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 根据中国电力 2008 年年度报告数据整理。

中国电力参股的公司包括：上海电力股份有限公司（21.92%所有权）。上海电力是在上海证券交易所上市的发电公司，中国电力为其第二大股东，仅次于母公司中电投集团。截止 2008 年 12 月 31 日，上海电力应占权益装机容量为 4,964 兆瓦，中国电力应占权益装机容量为 1,088 兆瓦。

中国电力也代表中电国际管理五间发电厂，分别是：清河电厂（1,000 兆瓦）、贵溪电厂（500 兆瓦）、福建电力开发公司（300 兆瓦）、芜湖兆达电厂（250 兆瓦）、中电国际芜湖发电有限责任公司（250 兆瓦），总装机容量为 2,300 兆瓦。

## 第二节 中国电力控股母公司简介

中国电力投资集团公司（简称中电投集团）为中国五大发电集团之一，是在原国家电力公司部分企事业单位基础上组建的国有企业，经国务院同意进行国家授权投资机构和国家控股公司的试点。集团公司注册资本金人民币 120 亿元。

截至 2008 年底，中电投集团资产总额 2842 亿元，可控装机容量为 51990MW，权益装机容量为 40116 兆瓦；其中水电机组 10539 兆瓦，占集团公司可控装机容量的 20.3%；火电机组 41123 兆瓦，占集团公司可控装机容量的 79.1%；风电机组 328 兆瓦，占集团公司可控装机容量的 0.6%。核电机组 1350.8 兆瓦，占集团公司权益装机容量的 3.37%；集团公司包括 213 家成员单位，15 家参股企业，职工总数为 104018 人<sup>1</sup>。

中电投集团资产分布在全国 28 个省、市、自治区及港、澳等地，拥有上海电力股份有限公司、山西漳泽电力股份有限公司、重庆九龙电力股份有限公司、吉林电力股份有限公司、中电霍煤露天煤业股份公司、石家庄东方热电股份有限公司 6 家 A 股上市公司；拥有在香港注册的中国电力国际有限公司，并通过中国电力国际有限公司拥有在香港上市的中国电力国际发展有限公司；拥有致力于为香港提供电力的中港电力发展有限公司；拥有承担流域开发的黄河上游水电开发有限责任公司和五凌电力有限公司；拥有在电力设备成套服务领域中业绩突出的中国电能成套设备有限公司；拥有大型煤炭企业中电投蒙东集团有限责任公司；拥有 19 个已建成的 1000 兆瓦以上的大型电厂；拥有控股的山东海阳核电项目，等比例控股的辽宁红沿河核电项目一期工程，以及在广西、辽宁、湖南、吉林、重庆等省市进行了核电项目前期工作，参股 5 个运行核电厂和 3 个在建核电项目。中电投集团丰富的资源和强大的实力是中国电力未来发展的坚强后盾。

<sup>1</sup>根据中国电力投资集团公司网站提供的信息整理。



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库